



Disponível em
<http://www.anpad.org.br/rac>

RAC, Curitiba, v. 13, n. 2,
p. 328-345, Abr./Jun. 2009



Casos de Ensino em Administração:

RIPASA: Venda e Ajuste com Minoritários⁽¹⁾

RIPASA: Sales and Adjustments with Minority Stockholders

Luiz Carlos Jacob Perera *

Doutor em Administração pela FEA/USP.

Professor do Programa de Mestrado Profissionalizante em Controladoria da UPM, São Paulo/SP, Brasil.

Roberto Borges Kerr

Doutorando em Administração pela UPM.

Coordenador e Professor dos Cursos de Pós-Graduação *Lato Sensu* da UPM, São Paulo/SP, Brasil.

* Endereço: Luiz Carlos Jacob Perera
Rua Juquis, 225/103, Indianópolis, São Paulo/SP, 04081-901. E-mail: jperera@mackenzie.br

INTRODUÇÃO

No *day after*, 11 de novembro de 2004, Murilo Passos, diretor-superintendente da Suzano Bahia Sul [Suzano], e José Luciano Penido, diretor-superintendente da Votorantim Celulose e Papel [VCP], comemoraram: “nada melhor do que juntar forças para ser mais competitivos na aquisição. A idéia é manter a empresa em mãos nacionais”, disse Passos. A operação havia sido anunciada na véspera, à noite: Suzano e VCP confirmaram a compra de 59,5% do capital total em poder dos acionistas controladores da Ripasa por R\$ 720 milhões. Osmar Zogbi, que representava os ex-controladores, também havia comemorado: “era uma grande oportunidade para os controladores”.

Os dois executivos das empresas compradoras não anteviam maiores dificuldades (imaginavam que a parte mais difícil da negociação havia sido superada) e deliberavam como iriam fechar o capital da empresa. Não esperavam que a negociação com os minoritários, a qual julgavam ser apenas uma atividade burocrática e rotineira, fosse prolongar-se até 2006, tornando aquela comemoração prematura.

“Não haverá desembolso em dinheiro, haverá reestruturação societária, em que se oferecerá aos minoritários a possibilidade de migrar para Suzano e VCP”, disse Penido. A transformação da empresa em um consórcio também fazia parte da estratégia para implementar as sinergias decorrentes da aquisição.

Enquanto isto, os executivos administradores dos fundos de participação que detinham cerca de 40% das ações preferenciais da Ripasa, na condição de minoritários, preocupavam-se com o rumo das negociações. Entendiam que, de acordo com o estatuto da empresa, teriam o direito de *tag along*, extensão parcial ou total das condições de venda obtidas pelos controladores, aos demais acionistas, e esperavam um tratamento condizente.

O MERCADO DE CELULOSE E PAPEL EM 2003

Em 2002 o dólar fechara a R\$ 3,53, favorecendo muito as empresas exportadoras, que revisaram seus planos de investimentos. O impacto da desvalorização do dólar, no ano seguinte (2003), foi em parte compensado pelo preço da celulose, uma vez que a *commodity* subiu cerca de US\$ 100,00, chegando a ser negociada por até a US\$ 550,00 a tonelada. Nesse contexto, empresas que operavam prioritariamente no mercado interno, como Ripasa e Klabin, foram beneficiadas por não sofrerem diretamente o impacto da oscilação cambial em seu faturamento. Também se beneficiaram empresas endividadas em moeda estrangeira. A ação da Ripasa, só no mês de abril, teve alta de 10,92%.

Ainda em 2003, Osmar Zogbi, como Presidente da Associação Brasileira de Celulose e Papel [Bracelpa], entidade que congregava os fabricantes do setor de celulose e papel, entregou ao Presidente Lula um estudo que previa investimentos de US\$ 14,4 bilhões entre 2003 e 2012. Zogbi contava com o apoio do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social [BNDES] para viabilizar o plano de investimentos. “Tradicionalmente, o Banco responde por 40% dos recursos, mas tentaremos aumentar esse nível para 50%”, disse Zogbi, acrescentando: “Os investimentos do setor também estão enquadrados nos objetivos do Banco, que são acompanhar o crescimento do mercado doméstico e ampliar as exportações, o que melhora o desempenho da balança comercial da indústria”.

O setor de papel e celulose no Brasil foi sempre muito concentrado. Um punhado de empresas, com ampla predominância do capital nacional, detinha cerca de 85% dos investimentos. A estrutura do setor, que pode ser visualizada no Anexo 1, mostra que oito empresas produziam 80% da celulose e 50% do papel comercializado.

Lucros recordes, preços em alta e investimentos a vista, o segundo semestre de 2003 não poderia ser melhor para a indústria de papel e celulose. O setor havia faturado US\$ 16,8 bilhões em 2002; vivia, pois, um de seus melhores momentos. A exportação de celulose aumentara 30%, e a de papel não ficara atrás, com o incremento de 13%. O setor havia apostado nas exportações para compensar a retração do mercado interno. Acertou.

Foram exportados 4.500.000 toneladas de celulose e 1.650.000 toneladas de papel. “Nós negociamos para mais de 100 países”, afirmou Osmar Zogbi. A celulose segue em sua maior parte para a Europa (44%) e para a Ásia (28%). O maior mercado do papel é a América Latina, com 43%.

EVOLUÇÃO DA RIPASA (ATÉ 2004)

O grupo iniciou suas atividades em 1958, com a aquisição da Fábrica de Cartão de Limeira pelos empresários Elias Antonio Zogbi, Oswaldo Derani e Abraão Zarzur (constituindo a holding ZDZ). Na década de sessenta o grupo adquiriu a Fábrica de Celulose e Cartão Ribeiro Prada (Limeira) e a Cia Santista de Papel (Cubatão), consolidando o nome RIPASA e assumindo papel de destaque na produção nacional.

A Ripasa era um complexo industrial com quatro unidades localizadas no Estado de São Paulo: centro de Limeira, Limeira na divisa de Americana, Cubatão e Embu das Artes. Possuía um patrimônio de 90 milhões de árvores plantadas em oito parques florestais, totalizando 86 mil hectares de terras, das quais 16 mil hectares são de reservas naturais destinadas à preservação permanente. Atuando no setor há 46 anos, gerava mais de 2.700 empregos diretos.

Em maio de 2002, Romeu Alberti Sobrinho, diretor de Relações com os Investidores da Ripasa, havia anunciado a conclusão de primeira etapa de um processo de reestruturação societária que tivera como objetivo aumentar a transparência e reduzir custos da ordem de R\$ 4,0 a 5,0 milhões.

Em agosto, Romeu, comentando resultados do primeiro semestre, afirmou que era política da Ripasa direcionar o foco para o mercado interno. Entretanto, se o dólar continuasse a subir, a companhia poderia rever sua posição em algumas linhas de produtos. Em junho, o endividamento da Ripasa saltara para R\$ 403,50 milhões, em face dos R\$ 246,40 milhões contabilizados em março; alta de 63,8% no período. O crescimento da dívida estava relacionado aos empréstimos tomados para os projetos de expansão, com 70% daquele montante atrelado a moedas estrangeiras.

Em 2003 o cenário mudou, e a Ripasa obteve receita líquida de R\$ 1,21 bilhão e lucro líquido de R\$ 124,40 milhões. Romeu explicou que o preço médio dos produtos, nos mercados interno e externo, tivera alta de 12%, e os volumes haviam subido 22%, quando comparados com 2002. Os resultados positivos decorreram dos investimentos de US\$ 250 milhões, que haviam permitido aumentar a capacidade produtiva da Empresa. Em números, foram produzidas 880 mil toneladas contra 690 mil em 2002. O aumento da produção foi traduzido em vendas: 522 mil toneladas negociadas contra 428 mil em 2002.

Ainda em 2003, Romeu declarou que o objetivo da Ripasa era figurar na elite brasileira de papel e celulose. Investindo US\$ 800 milhões entre 2001 e 2007, pretendia duplicar sua produção inicial de 700 mil toneladas de celulose para cerca de 1.400.000 toneladas por ano. Em 2001 e 2002 a Ripasa já havia desembolsado US\$ 330 milhões. Romeu complementou: “Acredito que 2003 será um ano para planejarmos os investimentos futuros. Pretendemos começar a desembolsar cerca de US\$ 470 milhões no final do próximo ano ou no início de 2005”.

Em março de 2004, a Ripasa tinha capacidade de produzir 455 mil toneladas de celulose, 429 mil toneladas de papel para imprimir e escrever e 96 mil toneladas de papel cartão. A ampliação de mais

105 mil toneladas deveria estar concluída até meados de 2005. A posição geográfica das fábricas e as florestas existentes tornavam os ativos, além de valiosos, estratégicos.

No final de 2004, configurava-se como a quinta maior empresa do setor (vide Tabela 2. do Anexo 1), atuava de modo expressivo no mercado internacional, com ênfase no Mercosul, além de manter negócios regulares com os mercados da América Central e do Norte, Europa, Ásia e África. A Ripasa, das empresas grandes, era a menor e, após a reestruturação inicial, era vista como um ativo novo e valioso: uma boa oportunidade de crescimento para quem já ostentava presença forte no mercado brasileiro, como a Suzano, ou uma oportunidade para quem desejasse ampliar sua participação, como a Stora Enso e a International Paper.

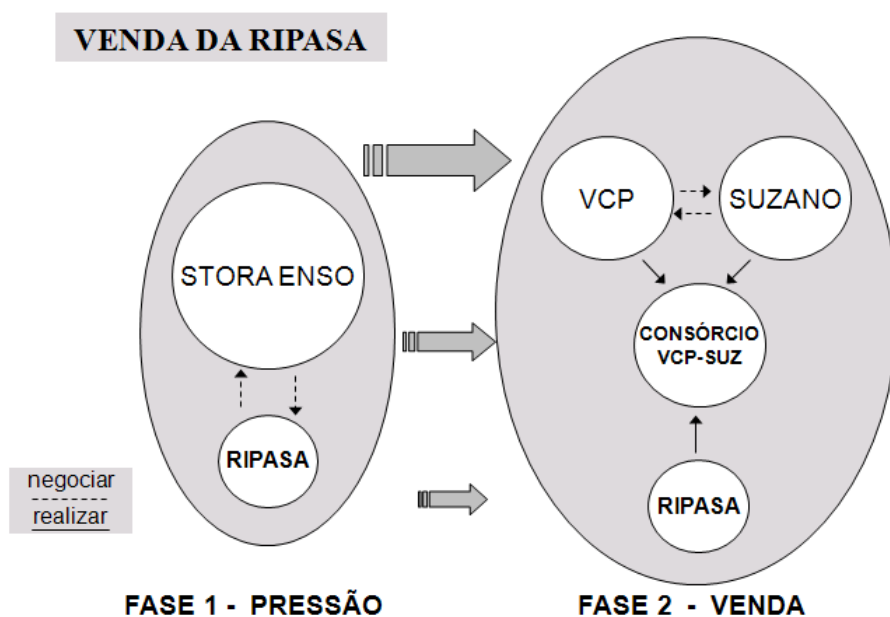
VENDA DA RIPASA (2004)

Em outubro de 2004, as famílias Zogbi, Derani e Zarzur, controladoras da Ripasa por meio da *holding* ZDZ, tentavam negociar a empresa. A ZDZ possuía 97,7% do capital votante da Empresa. As ações pertencentes à família Zarzur estavam bloqueadas, pois eles, juntamente com a família Fakhoury, tinham sido controladores do Banco Mercantil de Descontos, liquidado judicialmente em 1998, e seus bens ficaram indisponíveis. No entanto essa indisponibilidade não impedia a transação.

A Ripasa mantinha conversas com pelo menos três grandes grupos que poderiam reconduzi-la ao primeiro time das empresas do setor. As negociações poderiam evoluir para a venda do controle, uma fusão ou algo mais ambicioso como um acordo estratégico. Estavam no páreo a brasileira Suzano Bahia Sul, a sueco-finlandesa Stora Enso e a americana International Paper [IP]. As conversas estavam em fase preliminar. Mesmo numa avaliação otimista, o mercado esperava o desfecho para não antes de três semanas.

Os principais executivos eram constantemente assediados pela imprensa. Nils Grafström, da Stora Enso, disse que o objetivo da empresa era finalizar o projeto Veracel, *joint venture* com a Aracruz Celulose, “Após a Veracel, vamos trabalhar para aumentar a nossa presença em papel”, afirmou. Sobre a Ripasa, Grafström disse: “Nossa política é não comentar rumores”. A IP, por sua assessoria, também não quis manifestar-se. Bernardo Szpiegel, da Suzano Bahia Sul, também se esquivou do assunto. A Ripasa classificou a notícia como rumores. A imprensa especializada apostava na Stora Enso e já dava o negócio como fechado.

Figura 1: Processo de Aquisição da Ripasa pelo Consórcio VCP – Suzano, sob pressão da Stora Enso



Fonte: elaborado pelos autores.

A Figura 1 mostra de forma esquemática o processo de aquisição da Ripasa. Com data de 10 de novembro de 2004, cumprindo dispositivo legal, VCP, Suzano e Ripasa divulgaram **Fato Relevante**, comunicando oficialmente ao mercado a aquisição. Em 11 de novembro de 2004, o Valor Econômico publicou com destaque: “VCP e Suzano ficam com a Ripasa por US\$ 720 milhões”. A notícia dava conta de que, em operação relâmpago, as concorrentes brasileiras do setor de celulose e papel, VCP do grupo Votorantim e Suzano haviam unido forças e assumido o controle da Ripasa, quarta maior fabricante de papéis de imprimir e escrever do país. A notícia acrescentava que o capital da Ripasa seria fechado, com uma proposta de troca de ações em poder dos acionistas minoritários por papéis da VCP e da Suzano. No futuro os ativos poderiam ser divididos entre as empresas adquirentes.

OS MINORITÁRIOS POSICIONAM-SE (2005)

Havia uma Pedra no Meio do Caminho...

Os novos controladores da Ripasa haviam decidido criar uma Sociedade de Propósito Específico [SPE], para administrar o ativo e fechar o capital da Ripasa, com uma troca das ações em poder de minoritários por papéis da VCP e Suzano.

“Não haverá desembolso em dinheiro, haverá uma reestruturação societária em que se oferecerá aos minoritários a possibilidade de migrar para Suzano e VCP”, disse Penido. Dentre os minoritários, destacavam-se a BNDESPar e os fundos de pensão Previ (Banco do Brasil), Petros (Petrobrás) e outros, administrados pela Fator e pela Hedging-Grifo. Só os fundos detinham mais de 40% das ações preferenciais.

A decisão dos novos donos pelo fechamento de capital da Ripasa repercutiu positivamente nas ações da companhia. Na Bolsa de Valores de São Paulo [BOVESPA], as ações da Ripasa subiram 7,28%, enquanto as ações da VCP caíram 2,75% e as da Suzano 4,97%.

No dia 22 de julho de 2005, o diretor financeiro da VCP informou: “A migração dos minoritários da Ripasa é compulsória, e eles terão um prazo 30 dias, a partir de 29 de agosto, para exercer o chamado **direito de resso**. Os que não quiserem ser acionistas da VCP e da Suzano poderão vender suas ações ao preço de R\$ 2,86, com base no patrimônio líquido da empresa”. A reestruturação atingia um universo de 1,6 mil acionistas minoritários.

No final de agosto, o juiz titular da 19ª. Vara Cível da Justiça de São Paulo concedeu liminar, cancelando judicialmente a assembléia geral que daria início ao processo de incorporação da Ripasa. A medida atendia ao pedido dos fundos de investimento Pólo HG, administrado pela Hedging-Grifo e Fator Sinergia e Fator Sinergia II, administrados pela Fator, sendo esta detentora de cerca de 20% das ações preferenciais da Ripasa.

Esses investidores entraram com a ação depois de não terem seu pedido de cancelamento da assembléia acatado pela Comissão de Valores Imobiliários [CVM]. A CVM havia desconsiderado a necessidade de efetuar a Oferta Pública de Aquisição de ações [OPA] por entender que o fechamento já estava previsto no acordo de acionistas. Os fundos de investimento, no entanto, entendiam que tanto a VCP, quanto a Suzano, que adquiriram a Ripasa, deveriam fazer uma OPA, antes da incorporação da empresa. Os acionistas acreditavam que uma oferta pública lhes permitiria obter um valor superior aos R\$ 2,86, ofertados por suas ações. O Anexo 2 descreve os principais aspectos da Instrução 361 da CVM, que regula a Oferta Pública de Ações.

Fabio Spina, vice-presidente da Suzano Holding, mostrava-se irredutível: “O que existe de fato é que esses acionistas preferenciais querem obter parte do prêmio pago aos controladores”. Acrescentava ainda “... a lei permite que façamos a incorporação sem uma oferta pública”. O advogado que assumiu a defesa da Votorantim, Suzano, Ripar (*holding*) e Ripasa, entrou com uma contestação da liminar e também com agravo regimental na 3ª. Câmara de Direito Privado. No dia 18 de outubro de 2005, os acionistas minoritários da Ripasa tiveram nova decisão favorável que mantinha a suspensão da assembléia que aprovaria a incorporação da Ripasa pela VCP e pela Suzano.

OS MINORITÁRIOS NÃO CEDEM (2006)

...no Meio do Caminho Havia uma Pedra

No dia 20 de janeiro de 2006, o fundo Petros também ajuizou uma ação, contestando a venda da Ripasa, alegando que os novos controladores haviam promovido uma **operação fraudulenta**. A Petros era um dos maiores acionistas da Ripasa, com cerca de 5% do capital total da fabricante de papel e celulose, atrás apenas da Previ.

No dia 15 de fevereiro, os atuais donos da Ripasa admitiram que aquilo que parecia uma aquisição simples havia se tornado um caso complicado. Os minoritários pleiteavam que Suzano e VCP estendessem a eles os 80% do prêmio pago aos ex-controladores (*tag along*), o que resultaria em um preço de R\$ 7,58 por ação. Na proposta feita pelos novos controladores, os acionistas preferenciais teriam direito a trocar suas ações pelos papéis de Suzano e VCP pelo seu valor econômico (R\$ 5,74) ou vendê-las pelo seu valor patrimonial (R\$ 2,86). Caso os minoritários obtivessem vitória na Justiça, a aquisição da Ripasa se tornaria R\$ 700 milhões mais cara. O Anexo 3 mostra e explica as diversas formas de cálculo do valor da ação da Ripasa de acordo com a Instrução nº. 361 da CVM.

Em relação ao *tag along*, o que se discutia era a interpretação do Estatuto da Ripasa, escrito em 1978. O documento rezava que os donos das ações preferenciais teriam direitos iguais aos detentores

de ações ordinárias, exceto o direito de voto. Alegavam os minoritários que, por conta disso, teriam direito ao *tag along*. Os controladores rejeitavam essa interpretação, salientando que o direito ao *tag along* deveria estar expresso no estatuto, o que não ocorria.

Os minoritários contestavam ainda a tentativa da Empresa de obrigá-los a migrar para o capital da VCP e Suzano sem a OPA. Sustentavam que os adquirentes pretendiam utilizar um mecanismo indireto – a criação da Ripar – para incorporação das ações e fechamento do capital. Os controladores negavam a exigência.

No dia 23 de fevereiro os controladores sofreram nova derrota na Justiça. O Tribunal de Justiça de São Paulo negou pedido de liminar a um mandado de segurança ajuizado pela VCP e Suzano. Os dois grupos solicitavam a suspensão da decisão em segunda instância que impedia a realização da assembléia para aprovar a operação.

VCP e Suzano haviam batalhado por suas posições na justiça por mais de um ano e concluíram que a decisão das ações judiciais poderia prolongar-se indefinidamente. Murilo Passos e José Penido conjecturavam se teria havido realmente motivo para aquela comemoração em novembro de 2004 e estudavam um **Plano B** para resolver o impasse. Os minoritários reacendiam mais uma vez o luzeiro das boas práticas de governança corporativa.

ANEXO 1

Mercado Brasileiro de Papel e Celulose

O Brasil é um país predominantemente tropical, com cerca de 90% de seu território localizado ao norte do Trópico de Capricórnio. Como resultado, na maioria das regiões do Brasil, o solo e o clima são bastante favoráveis ao crescimento florestal. O eucalipto, floresta que predomina na indústria de celulose, tem ciclo de crescimento curto, aproximadamente 7 anos, leva nítida vantagem, quando comparado com o ciclo de 12 a 15 anos de florestas similares em Portugal e Espanha, e ciclos de 20 a 70 anos para outras espécies de árvores de fibra longa, em outras regiões.

A combinação de tecnologia, mecanização, clima e condições de solo favoráveis permitem alcançar uma produtividade de 50 metros cúbicos de madeira por hectare/ano, a mais elevada do mundo. Portanto, a produção de madeira no Brasil exige menos tempo e uma área de cultivo menor. Conseqüentemente, no que tange à oferta, o Brasil é um dos produtores mundiais com menor custo.

Tabela 1: Principais Produtores e Exportadores de Papel e Celulose (2004-2005)

Empresas	Celulose			Papel		
	Prod. ton./ano	Percentual	Perc.Export.	Prod. ton/ano	Percentual	Perc.Export.
Nacionais						
Aracruz	3.000.000	28,4%	97,0%	40.000	0,4%	-
Klabin	1.200.000	11,3%	-	1.500.000	15,9%	55,7%
Ripasa	570.000	5,4%	-	380.000	4,0%	46,7%
Suzano Bahia Sul	1.290.000	12,2%	-	1.350.000	14,3%	40,0%
Votorantim	1.300.000	12,3%	36,1%	635.000	6,7%	28,7%
Outras	1.440.000	13,6%	n.d.	4.450.000	47,0%	n.d.
Subtotal	8.800.000	83,2%	-	8.355.000	88,3%	-
Estrangeiras						
<i>Cenibra (Japão)</i>	940.000	8,9%	95,0%	-	0,0%	-
<i>Int. Paper (USA)</i>	450.000	4,2%	n.d.	600.000	6,3%	n.d.
<i>Norske Skog (Nor)</i>	170.000	1,6%	-	185.000	2,0%	1,3%
<i>Rigesa (USA)</i>	220.000	2,1%	n.d.	320.000	3,4%	n.d.
Subtotal	1.780.000	16,8%	-	1.105.000	11,7%	-
Total	10.580.000	100,0%	-	9.460.000	100,0%	-

Fonte: baseado em Rocha (2006, p. 83).

n.d. = não divulgado

A Tabela 1 mostra que a indústria nacional de celulose é bastante concentrada, apenas cinco empresas de capital nacional respondem por cerca de 70% da produção. As empresas líderes do mercado são Aracruz, Votorantim, Klabin, Suzano Bahia Sul, Cenibra e Ripasa.

Essas seis empresas respondem por cerca de 80% da produção de celulose. A necessidade de alcançar grandes economias de escala e de realizar volumosos investimentos de capital são fortes barreiras à entrada de novos agentes, principalmente em uma economia com escassez de fontes de financiamento de longo prazo como a brasileira, o que acabou por resultar na concentração da indústria.

No mercado interno de papel, percebe-se que se reduz nitidamente essa concentração, visto que as grandes indústrias integradas são responsáveis por apenas de 50% da produção. Dados da Bracelpa (2005 como citado em Rocha, 2006, p. 51) revelam que o segmento é muito voltado para o mercado interno, que consome cerca de 80% da produção; esse mercado tem crescido de acordo com o desenvolvimento econômico do país, uma vez que se trata de uma indústria de base.

Tabela 2: Evolução de Indicadores Financeiros da Ripasa 2000 – 2005 (\$ milhão)

Anos	Ativo Total	Rec. Op. Líq.	Patr. Líq.	Lucro Líq.	Rent. s/PL
2000	1.099	570	785	111	14,11
2001	1.397	631	857	110	12,85
2002	2.066	811	919	93	10,08
2003	2.222	1.212	1.004	123	12,29
2004	2.255	1.391	1.057	78	7,40
2005	2.276	1.359	1.104	65	5,86

Fonte: adaptado pelos autores com dados do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas [IBRE/FGV] (2006).

A Tabela 2 mostra os resultados da reestruturação da Ripasa a partir de 2002, quando iniciou um forte ciclo de investimentos, preparando-se para crescer ou ser vendida. No período de 2001 a 2004, os Ativos cresceram 61%, a Receita Operacional Líquida 62%, e o Patrimônio Líquido cresceu 7,24% ao ano. O Lucro Líquido e o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (correlação de 92%) oscilaram de acordo com variações de mercado.

ANEXO 2

Resumo da Instrução CVM nº361, de 5 de março de 2002

A OPA por alienação de controle é a OPA obrigatória, realizada como condição de eficácia de negócio jurídico de alienação de controle de companhia aberta, por força do art. 254-A da Lei 6.404/76.

A Instrução 361 regula o procedimento aplicável a quaisquer ofertas públicas de aquisição de ações de companhias abertas e ainda o processo de registro das ofertas públicas para cancelamento de registro de companhia aberta e por alienação de controle de companhia aberta.

Art. 8º - Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado laudo de avaliação da companhia objeto.

§3º O laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

I – preço médio ponderado de cotação das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;

II – valor do patrimônio líquido por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;

III – valor econômico da companhia objeto por ação, calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;

IV – valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores;

V – declaração do avaliador

VI – as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas.

§4º O laudo de avaliação poderá avaliar a companhia em uma faixa de valores mínimo e máximo, desde que a diferença entre tais preços não ultrapasse 10% (dez por cento).

Observação: Informações mais detalhadas poderão ser encontradas no texto integral da Instrução CVM 361, no seguinte endereço: <http://www.cvm.gov.br/indexpo.asp>

ANEXO 3

Valores da Ação, Calculados conforme Instrução nº. 361 – CVM

Os cálculos seguiram os critérios preconizados pela CVM e devem constar do laudo de avaliação. A data de aquisição considerada, para efeito de cálculo, foi 10 de novembro de 2004. Os dados foram obtidos a partir da Economática e do ranking de As 500 Maiores Sociedades Anônimas do Brasil - Classificação Geral de 2001 a 2006 [IBRE/FGV] (2006).

Cálculo pelo Preço Médio Ponderado das Ações

O preço médio das ações foi calculado considerando o período de 10 de novembro de 2003 a 9 de novembro de 2004. Como as ações não eram diferenciadas, foi calculada a média simples do período. O valor encontrado foi de R\$ 2,94.

Cálculo pelo Patrimônio Líquido Contábil [PLC]

Considerando que o terceiro trimestre foi encerrado em setembro, a data corresponde praticamente à metade do quarto trimestre. Como o cálculo está sendo feito *ex-post*, já com os dados disponíveis, decidiu-se calcular o valor médio do terceiro e quarto trimestres de 2004. Considerando os valores do PLC e a existência de 370.645 ações, o valor do PLC/ação foi de R\$ 2,86. Os dados considerados referem-se ao balanço consolidado.

Cálculo por Múltiplos de Transações Comparáveis

Tabela 3: Avaliação Ripasa com base no Cálculo dos Múltiplos Padronizados¹

Índices de Múltiplos		Índices Aquisição Bahia Sul ²	Valor Estimado Ripasa	
			R\$ 10 ⁶	Ação
Múltiplo de Lucros	Índice Preço/Lucro (P/E)	10,96	1.348,08	3,64
Múlt. Valor Contábil	Ind. Preço/Valor Cont. (P/VC)	1,71	1.716,84	4,63
		KPMG ³	1.690,13	4,56
Múlt. Rec. Op. Liq.	Ind. Preço/Rec. Op. Liq. (P/V) ⁴	3,44	4.169,28	11,25

(1 e 2) baseado em valores anuais: 2001 e 2002; (3) Cálculo da KPMG; Vendas Brutas não disponíveis.

Fonte: adaptado pelos autores, com dados do IBRE/FGV (2006); VCP, Suzano e Ripasa (2006, p. 3) e; Damodaran (2004, p. 630)

O mercado nacional é muito concentrado, e não ocorrem operações semelhantes de fusões e aquisições com frequência, o que tornaria o método inaplicável. No entanto, para fins de ensino, decidiu-se aplicar o método baseado na única operação de vulto acontecida recentemente, na qual a Suzano adquiriu a participação da Companhia Vale do Rio Doce [CVRD] no projeto Bahia Sul em fevereiro de 2002. Foi aplicada a metodologia de forma simplificada, obtendo-se os resultados constantes da Tabela 3.

Ao calcular os **índices de múltiplos** depende-se essencialmente de dados, o que pode levar o avaliador a fazer opções de cálculo, pois nem sempre todos os dados necessários estão disponíveis. Neste caso, para calcular os múltiplos com base na venda da Bahia Sul foi utilizado o valor de venda da empresa, ajustado pelo preço de venda do controle acionário. Todas as ações foram consideradas com preços idênticos. Raciocínio baseado nas mesmas premissas foi aplicado para o cálculo do valor de venda da Ripasa.

O cálculo com base no valor contábil teve possibilidade de ser controlado pelo valor calculado pela KPMG (2005), a pedido da controladora (Ripasa) com base nos demonstrativos de 31 de dezembro de

2004. Nesses cálculos também foram utilizados os dados dos demonstrativos financeiros de 2004, podendo-se verificar a proximidade dos números encontrados. Tendo em vista as características do setor, o valor encontrado pode ser considerado como uma *proxy* do **valor de mercado da empresa** com base em valores de substituição.

Para o cálculo do múltiplo com vendas brutas, considerada a falta de dados, o índice foi apurado com base na receita operacional líquida, o que pode levar a distorções, pois as despesas operacionais da Ripasa (papel e celulose) são bem maiores que as da Bahia Sul, voltada apenas para a venda de celulose, fato que implicaria um índice menor. Logo, o valor da Ripasa, segundo esse critério de múltiplo de vendas brutas, pode estar superavaliado.

Cálculo por Fluxos de Caixa Líquidos Descontados

O método de avaliação com a abordagem de desconto dos fluxos de caixa livres da empresa é amplamente utilizada e aceita pelo mercado. Entretanto é necessário estimar os fluxos de caixa livres da empresa e o custo médio ponderado de capital ou *Weighted Average Cost Of Capital* [WACC], que será a taxa usada para descontar os fluxos, o que, por sua vez, envolve a estimação de diversos outros parâmetros.

Uma medida muito utilizada nesta abordagem de avaliação, como *proxy* para os fluxos de caixa, é o lucro antes de pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização, LAJIDA ou *Earnings Before Income, Taxes, Depreciation and Amortization* [EBITDA] (Damodaran, 1997). Neste trabalho a Ripasa foi avaliada utilizando-se o EBITDA e também uma estimativa do *Free Cash Flow For The Firm* [FCFF]. O modelo adotado para estimar o WACC foi o *Capital Asset Pricing Model* [CAPM], o que envolve a adoção de uma taxa livre de risco (nestes cálculos foi adotada a taxa do CDI) e também uma *proxy* para a carteira de mercado (nesses cálculos foram utilizados o Ibovespa e o IBX-100).

Considerando que as negociações da transferência de controle aconteceram no fim do ano de 2004, procurou-se utilizar, primordialmente, dados das demonstrações financeiras daquele ano, incluindo o EBITDA, o FCFF, a porcentagem de capital de terceiros e o custo da dívida. Nas estimativas dos parâmetros do modelo do CAPM foram utilizados dados trimestrais de 1999 a 2004, considerando sempre os últimos dias úteis de cada trimestre.

Tabela 4: Fluxos de Caixa Livres Descontados – R\$ 1.000

EBTIDA	WACC _{Ibov} = 11,63%			WACC _{IBX} = 14,65%		
	0%	1%	2%	0%	1%	2%
Taxa de Crescim.	0%	1%	2%	0%	1%	2%
Valor Estimado	2.624.534	2.900.233	3.233.211	2.082.823	2.257.762	2.460.360
Valor Negociado*	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602
Ágio sobre Val. Est.	28,1%	15,9%	4,0%	61,4%	48,9%	36,7%
FLUXO CAIXA EST.	WACC _{Ibov} = 11,63%			WACC _{IBX} = 14,65%		
	0%	1%	2%	0%	1%	2%
Taxa de Crescim.	0%	1%	2%	0%	1%	2%
Valor Estimado	2.234.392	2.444.661	2.698.615	1.773.207	1.903.111	2.053.552
Valor Negociado*	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602	3.362.602
Ágio sobre Val. Est.	50,5%	37,5%	24,6%	89,6%	76,7%	63,7%

Fonte: elaborado pelos autores / (*) Pago aos majoritários.

Dessa forma, foram obtidos dois coeficientes β , um utilizando dados do Ibovespa e outro utilizando dados do IBX-100. O β_{Ibov} obtido foi de 0,74, enquanto o β_{IBX} obtido foi de 0,91. Conseqüentemente foram obtidos um WACC_{Ibov} = 11,63% e um WACC_{IBX} = 14,65%. Para o cálculo do valor da empresa,

o fluxo de caixa foi considerado infinito, e foram elaboradas três hipóteses diferentes para a taxa de crescimento (0%, 1% e 2%), que produziram, conseqüentemente, doze diferentes valores da empresa. Esses valores podem ser comparados com o preço pago pela Ripasa. Os principais resultados são apresentados na Tabela 4.

Os resultados considerados mais adequados são os calculados com o WACC de 11,63%, que representa o menor valor obtido, pois a maior parte dos financiamentos feitos às indústrias de papel e celulose ocorre por intermédio do BNDES, sabidamente um órgão de fomento, que tem participado intensamente do desenvolvimento da indústria.

Com relação à taxa de crescimento constante, elemento fundamental do modelo, para a sua adequação à realidade, optou-se pela taxa de 1%, uma vez que a indústria tem acompanhado o crescimento vegetativo do Produto Nacional Bruto [PNB] internamente e tem buscado expansão no mercado externo, fato que tem sido dificultado pela valorização constante do Real nos últimos anos. Dessa forma o valor estimado da empresa foi de R\$ 2,9 bilhões, que correspondem a um valor da ação de R\$ 7,82.

Valor Pago aos Acionistas Majoritários

O valor pago aos acionistas majoritários foi calculado com base nos dados constantes do **Fato Relevante** de 31 de março de 2005, que declara o valor total a ser pago de US\$ 709,46 milhões de dólares, sendo US\$ 160,31 milhões a serem pagos através do exercício de opções com prazo de seis anos. O dólar foi cotado a US\$ 2,82, valor vigente por ocasião do fechamento do negócio; desta forma, o valor final pago foi de R\$ 9,07 por ação.

Valores Calculados pela KPMG

A KPMG atuou junto à Ripasa e Suzano, e o Unibanco, pela VCP. O relatório divulgado atribuiu às empresas os valores contábeis e das ações constantes na Tabela 5.

Tabela 5: Relatório KPMG

Empresa	Valor Contábil em R\$ 10 ⁶	Valor Econômico em R\$*	
		Máximo	Mínimo
VCP	8.864	47,59	45,28
Suzano	5.159	20,96	19,03
Ripasa	1.690	5,74	5,39

(*) Valores com base em uma ação das Companhias.

Fonte: adaptado pelos autores, baseado em VCP, Suzano e Ripasa (2006, p. 4)

Resumo das Avaliações

Tabela 6: Precificação da Ação da Ripasa

Processo de Avaliação	Valor por ação R\$	Percentual Rel. Contr.
1. Preço Médio Ponderado das Ações Negociadas	2,94	32,4%
2. Patrimônio Líquido Contábil	2,86	31,5%
3. Múltiplos Transações Comparáveis – Lucro	3,64	40,1%
4. Múltiplos Trans. Comparáveis – Val. Contábil	4,63	51,0%
5. Múltiplos Trans. Comparáveis – Rec Op. Liq	11,25	124,0%
6. Fluxo de Caixa Descontado sem crescimento	7,08	78,1%
7. Fluxo de Caixa Descontado com cresc. const. 1%	7,82	86,2%
8. Valor de Venda da Ação – Controlador	9,07	100,0%

Fonte: elaborado pelos autores, 2007.

NOTAS DE ENSINO

Resumo

Em 2004, a *holding* Zogbi, Derani e Zarzur [ZDZ] coloca em negociação o controle da Ripasa, uma forma atraente de crescimento sem alterar o equilíbrio vegetativo do mercado. Concorrentes nacionais e estrangeiros vão disputar essa **jóia da coroa**, a menor das grandes empresas produtoras de papel e celulose. O Caso Ripasa é uma descrição detalhada de uma situação real de negócio, a aquisição do controle acionário da Ripasa pela Votorantim Celulose e Papel [VCP] e pela Suzano Bahia Sul, empresas concorrentes que se uniram em uma aliança estratégica, em forma de consórcio, para realizar a aquisição. O caso analisa o processo de venda e a complexa negociação com os minoritários. A questão central a ser discutida é o valor a ser pago aos acionistas minoritários. A complexidade da situação decorre da falta de clareza do Estatuto Social da Ripasa, o qual, dando margem a interpretações controversas sobre o direito de *tag along*, cria um conflito entre agentes. Esse fato agrava-se em vista de as empresas adquirentes se terem afastado das boas práticas de governança corporativa, arrastando a decisão do caso por cerca de dezoito meses.

Palavras-chave: fusões e aquisições [F&A]; direitos dos minoritários (*tag along*); oferta pública de ações [OPA]; boas práticas de governança corporativa; novo mercado.

Abstract

In 2004, the Zogbi, Derani and Zarzur [ZDZ] holding began negotiations to sell control of Ripasa, an attractive growth opportunity for its competitors which would not alter the market equilibrium. National and international competitors will dispute this **crown jewel**, the smallest of the big cellulose and paper companies. The Ripasa Case is a detailed description of a real business situation, the acquisition of the control of Ripasa by Votorantim Celulose e Papel [VCP] and Suzano Bahia Sul, two competing companies that joined forces in a strategic alliance designed as a consortium to acquire the control of Ripasa. The Case analyzes the acquisition process and the complex agreement with minority stockholders. The main question under discussion is the price to be paid to the minority stockholders. The situation became more complex due to the ambiguity of Ripasa's Social Statute, which allowed for more than one interpretation on the tag along rights and caused a conflict between agencies. The acquiring companies decided not to take into consideration the best practices of Corporate Governance, aggravating the problem and delaying a final agreement for eighteen months.

Key words: Ripasa; mergers and acquisitions [M&A]; minority stockholder rights (*tag along*); public stock offering; corporate governance; new market.

Objetivos Educacionais

Fazer com que os alunos entendam o complexo processo de fusões e aquisições que envolve o crescimento das grandes empresas que atuam no mercado globalizado. O caso permite a análise dos interesses em jogo, decorrentes das posições de controladores e minoritários e sua relação com os compradores. Permite ainda que as decisões sejam discutidas à luz das boas práticas de governança corporativa implementadas pela BOVESPA.

O caso conduz naturalmente a um processo de avaliação, em que são apresentados os procedimentos legais que visam proteger os interesses dos minoritários, por meio da Instrução 361 da CVM, que regula a Oferta Pública de Aquisição de ações [OPA]. Dessa forma, permite a análise das diversas alternativas de precificação de ações, num processo de *valuation*, bem como a discussão de suas possíveis aplicações.

Como o caso é real, entretanto, há amplas possibilidades para explorá-lo. Outros possíveis objetivos educacionais seriam: i) Avaliação da empresa alvo e definição do preço de compra; ii) Análise da aquisição sob a ótica da Teoria da Agência; iii) Formação de alianças estratégicas.

Obtenção dos Dados

No relato do caso não há ficção: as informações fornecidas são de domínio público e foram obtidas em jornais especializados como o Valor Econômico (<http://www.valoronline.com.br>), acompanhamento feito no período de março de 2001 a fevereiro de 2007. Outras informações foram obtidas, a partir de trabalhos acadêmicos, como os de Imamura, Alves, Campana, Kuhl e Fagundes (2006) e Perera, Kerr, Kimura e Lima (2007).

Utilização Recomendada

O Caso Ripasa foi escrito tendo em mente os alunos de pós-graduação *stricto sensu* e dos cursos de Especialização, comumente denominados de *Master of Business Administration* [MBA], para ser utilizado nas disciplinas que tratam de Finanças, Estratégia, Controladoria ou Fusões e Aquisições de Empresas. Pretende-se com o estudo do caso fazer com que os participantes discutam e consolidem a teoria e, além disso, exercitem suas habilidades de liderança e de trabalho em equipe, enfrentando em sala de aula problemas reais do mundo dos negócios.

Situação-problema

O Caso Ripasa é uma descrição detalhada de uma situação real de negócio, a aquisição do controle acionário da Ripasa pela Votorantim Celulose e Papel [VCP] e pela Suzano Bahia Sul, empresas concorrentes que se uniram em uma aliança estratégica, em forma de consórcio, para realizar a aquisição. O caso analisa o processo de venda e a complexa negociação com os minoritários.

A questão central a ser discutida é o valor a ser pago aos acionistas minoritários. A complexidade da situação decorre da falta de clareza do Estatuto Social da Ripasa, o qual dá margem a interpretações controversas sobre o direito de *tag along* e, por isso, cria um conflito entre agentes. Esse fato agrava-se devido a que as empresas adquirentes se afastaram das boas práticas de governança corporativa, arrastando a decisão do caso por cerca de dezoito meses.

Sugestões de Questões para Discussão

- . Considerando o ambiente globalizado, discutir os motivos que levam as empresas a entrarem num processo de Fusão ou Aquisição, com ênfase para o setor de papel e celulose no Brasil.
- . Qual a relevância dos Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa e do Novo Mercado para os acionistas minoritários?
- . Qual a relevância da cláusula de *tag along* para os minoritários?
- . Discuta a interpretação do Estatuto da Ripasa, analisando o porte dos minoritários e qual o seu poder de reação.
- . Aproveite a declaração de Fabio Spina: “O que existe, de fato, é que esses acionistas preferenciais querem obter parte do prêmio pago aos controladores” para discutir o processo de negociação com os minoritários.
- . Analise a Instrução CVM nº 361 que dispõe sobre as OPA's.
- . Discuta a necessidade de uma oferta pública de ações (OPA) no caso Ripasa.

- . Analise os métodos de avaliação constantes do Anexo 3 e discuta quais deles se aplicam ao caso Ripasa.
- . Alternativamente o professor pode pedir aos alunos que façam os cálculos exigidos pela Instrução 361 da CVM.
- . Considerando as Boas Práticas de Governança Corporativa, discuta de forma ampla, sobre qual o valor a ser pago aos acionistas minoritários.

Análise do Caso

O caso inicialmente mostra o desenvolvimento cíclico da indústria de celulose e papel e o ambiente de competição com as indústrias estrangeiras já radicadas no Brasil (Anexo 1). Chama a atenção por ser um setor onde predomina o capital nacional, e no qual o Brasil tem efetiva vantagem competitiva na produção de celulose, devido ao ciclo de plantio, amadurecimento e corte do eucalipto ocorrer em sete anos, contra mais de quinze para outros plantios, em outros hemisférios. O caso revela igualmente uma indústria que se consolida a partir de 2003 e faz grandes investimentos com apoio do BNDES.

Nota-se como a Ripasa iniciou um ambicioso plano de reestruturação a partir de 2001 (vide Tabela 2), passou por dificuldades financeiras em 2002, as quais foram superadas em 2003, revelando o aspecto cíclico e global da indústria, em que a celulose é uma *quasi-commodity*. Esse esforço parece ter esgotado os controladores que, sem capital para prosseguir o plano de investimentos, decidiram aproveitar-se do momento favorável para vender a empresa.

A Ripasa agregou valor aos ativos de forma eficiente e, assim, projetou fluxos de caixa mais valiosos e despertou a cobiça de concorrentes nacionais e estrangeiros. Por ser a menor entre as grandes, ao ser vendida, poderia alterar a posição de equilíbrio dos competidores no mercado interno.

Analisando o processo de aquisição (Figura 1), verifica-se que a pressão externa da Stora Enso foi elemento fundamental para a formação da aliança estratégica entre a Suzano e a Votorantim, as quais, por retardarem sua decisão, acabaram pagando ágio de 20%, considerado elevado mesmo para os padrões internacionais.

O caso permite explorar os conceitos de melhores práticas de governança corporativa, ao revelar que, apesar da importância e valor da compra, as empresas adquirentes não mostraram o devido cuidado na negociação com os acionistas minoritários. Ao avaliarem as condições do negócio, ignoraram ou menosprezaram uma cláusula capital do Estatuto Social da Ripasa, de 1978, a qual, ao possibilitar o questionamento da concessão de *tag along*, ampliava o poder de barganha dos minoritários. É relevante salientar que as três empresas envolvidas no processo de aquisição pertenciam ao Nível 1 de Governança Corporativa da BOVESPA.

Os adquirentes também não consideraram o fato de os minoritários serem grandes fundos de investimento e de pensão e atuarem como empresas financeiras altamente estruturadas. O investimento em jogo representava mais de 40% do capital da Ripasa, e os fundos estavam acostumados às lides legais. Os minoritários, de forma organizada, conseguiram fazer valer seus direitos, ao postergar na justiça o fechamento de capital da empresa em três oportunidades. Dessa forma impediram a criação efetiva do consórcio com as prerrogativas fiscais necessárias para a obtenção dos efeitos sinérgicos operacionais e logísticos.

O caso mostra ainda como implementar a Instrução 361 da CVM (Anexo 2) para a efetivação de uma Oferta Pública de Ações [OPA], por meio de um exercício de *valuation*. A discussão dos diversos processos de avaliação (Anexo 3) permite uma análise ampla e profunda dos diversos valores a serem considerados num processo formal de aquisição ou fusão, os quais podem subsidiar um acordo adequado entre os principais agentes do processo de negociação.

Fica claro que o conhecimento dos valores envolvidos era comum às partes e orientou seu posicionamento. A oferta inicial dos majoritários, R\$ 2,86 por ação, pressionando os minoritários à troca de ações sem negociação, levou-os a radicalizar sua posição em relação ao *tag along*, exigindo 80% do valor pago aos majoritários, cerca de R\$ 7,26 (0,80 x 9,07). A negociação se arrastou de outubro de 2004 a abril de 2006, tendo como custo a falta de implementação dos efeitos sinérgicos pretendidos e o ônus das demandas judiciais. Possivelmente, se tais custos tivessem sido considerados, uma negociação justa teria dispensado a demanda.

VALOR FINAL PAGO AO MINORITÁRIO

O acerto final comunicado em Fato Relevante de 26 de abril de 2006 foi baseado nos números da Tabela 5 e, por ação possuída, o acionista minoritário recebeu 0,0627 ação da VCP e mais 0,1450 ação da Suzano; por exemplo: 1.000 ações da Ripasa foram trocadas por 62,7 ações da VCP mais 145,0 ações da Suzano Bahia Sul. Pelo acordo os acionistas preferenciais da Ripasa receberam ainda R\$ 1,0538 por ação possuída. Considerando as cotações das ações na data de 26 de abril: (VCP = 32,10 x 0,0627) + (Suzano = 14,13 x 0,1450) = R\$ 4,06, mais o valor do bônus de R\$ 1,0538, o valor final pago ao minoritário foi de R\$ 5,11, que representa 56% do valor pago aos majoritários.

O caso permite enfatizar que não basta as empresas se vincularem a um programa de governança corporativa; o importante é a atitude. Ao retardarem o acordo, que se revelou complexo e oneroso para todas as partes envolvidas, ficou clara, mais uma vez, a necessidade de as empresas, independentemente de porte ou estrutura, adotarem práticas justas de governança corporativa, definindo com clareza princípios, propósitos e atitudes que reflitam práticas éticas e de responsabilidade social.

NOTA

¹ Os autores desse caso retiraram as informações e trechos de entrevistas apresentados nesse texto de fontes de domínio público que estão apresentadas nas referências desse documento.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

Damodaran, A. (1997). *Avaliação de investimentos*. Rio de Janeiro: Quality Mark.

Damodaran, A. (2004). *Finanças corporativas, teoria e prática* (2a ed.). Porto Alegre: Bookman.

Imamura, B., Alves, E. R., Campana, M., Kuhl, R., & Fagundes, V. (2006). *Aquisição como instrumento de vantagem competitiva. Estudo de caso: aquisição da Ripasa*. Monografia, Universidade Presbiteriana Mackenzie, São Paulo, SP, Brasil.

Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (2006). *As 500 maiores sociedades anônimas do Brasil - Classificação geral (2001/2006)*. Recuperado em 20 maio, 2007, de http://www.fgv.br/dgd/asp/dsp_Rankings.asp

- Perera, L. C. J., Kerr, R., Kimura, H., & Lima, F. G. (2007, novembro). Quanto vale o controle da Ripasa? *Anais do Simpósio de Engenharia de Produção*, Bauru, SP, Brasil, 12.
- Rocha, S. S. (2006). *Sustentabilidade no setor brasileiro de papel e celulose: uma análise comparativa entre empresas nacionais e transnacionais*. Dissertação de mestrado, Universidade Estadual Paulista, Araraquara, SP, Brasil.
- Votorantim Celulose e Papel, Suzano Bahia Sul Papel e Celulose S.A., & Ripasa S.A. Celulose e Papel (2006). *Fato relevante de 5 de maio de 2006*. Recuperado em 20 maio, 2007, de www.suzano.com.br/portal/lumis/portal/file/fileDownload.jsp?fileId=402880911B8F6B91011BA42B0E0A415B